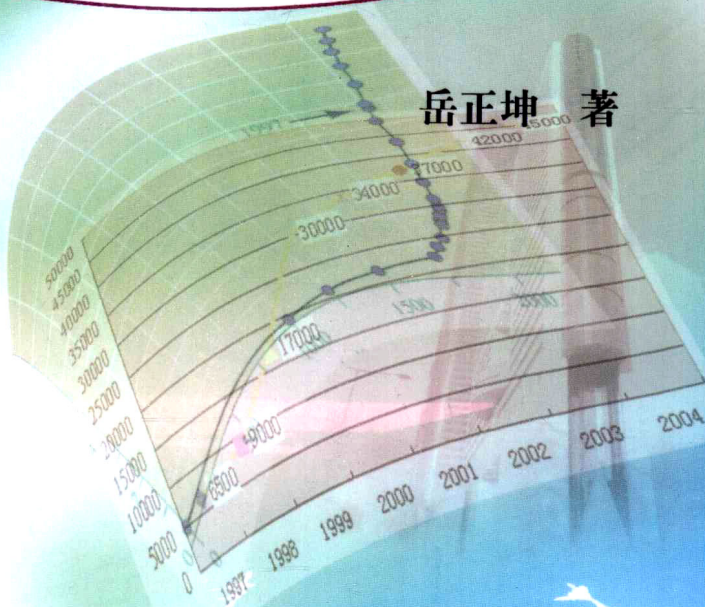


TOUZI YINHANG JIERU SHANGSHI
GONGSI BINGGOULUN

投资银行

介入上市公司 并购论

岳正坤 著



中国财政经济出版社

投资银行介入 上市公司并购论

岳正坤 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行介入上市公司并购论 / 岳正坤著. —北京: 中国财政经济出版社. 2009. 12

(中南财经政法大学金融与投资文库 / 张中华主编)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1919 - 6

I. 投… II. 岳… III. ①投资银行 - 研究 - 中国②上市公司 - 企业合并 - 研究 - 中国 IV. F832.33 F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 224494 号

责任编辑: 陈志伟

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京九州迅驰传媒文化有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 8.25 印张 200 000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1919 - 6/F · 1604

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

目 录

导 论	(1)
-----------	-------

第一章 中国上市公司并购的历史

演进及评价	(28)
-------------	--------

第一节 中国上市公司并购方式的

变迁	(29)
----------	--------

一、并购方式的“混沌”阶段

(1993—1997 年)	(29)
---------------------	--------

二、并购方式的多元化阶段

(1997—2001 年)	(31)
---------------------	--------

三、并购方式的规范化阶段

(2002 年至今)	(36)
------------------	--------

第二节 中国上市公司并购的总体

评价	(39)
----------	--------

一、中国上市公司的并购动机具

有特殊性	(39)
------------	--------

二、中国上市公司并购的现实 … (43)

第二章 投资银行介入公司并购的理论分析	(48)
第一节 投资银行的基本理论	(49)
一、投资银行的定义	(49)
二、投资银行与商业银行的区别	(53)
三、投资银行的功能	(56)
第二节 投资银行介入公司并购的理论依据	(61)
一、投资银行介入公司并购的金融理论解释及其局 限性	(61)
二、投资银行介入公司并购的经济学解释	(64)
三、投资银行介入公司并购的条件	(73)
四、投资银行与公司并购融合于资本市场	(76)
第三节 投资银行在公司并购中的作用	(79)
一、投资银行充当并购公司的财务顾问	(81)
二、投资银行充当目标公司的财务顾问	(84)
第三章 投资银行筛选目标公司的比较优势	(88)
第一节 非投行介入型并购的目标公司选择	(89)
一、行政划拨与目标公司的“虚化”	(89)
二、协议收购与目标公司的“泛化”	(92)
三、“壳资源”配置与社会福利的损失	(97)
第二节 投行介入型并购的目标公司筛选	(99)
一、投资银行常用的初选目标公司的方法	(100)
二、投资银行对目标公司的二次筛选	(101)
三、投行介入公司并购的可行性判断	(108)
第三节 投行介入型筛选目标公司的比较优势	(110)
一、全流通背景呼唤投行介入型并购	(111)
二、投行介入型并购筛选目标公司的比较优势	(113)

第四章 投资银行介入型并购的估值与定价策略	(119)
第一节 非投行介入型并购的目标公司估值与定价	(120)
一、以净资产值作为定价依据为寻租提供了制度空间	(120)
二、非投行介入的并购定价有利于公司控股股东	(123)
第二节 投行介入型并购的目标公司估值与定价	(124)
一、投行介入型并购的目标公司估值	(124)
二、投行介入型并购的目标公司定价	(133)
第五章 投资银行介入型并购的有效融资模式	(164)
第一节 影响上市公司并购融资的因素	(165)
一、流动性高低	(167)
二、目标公司规模	(169)
三、控制权比例的变化	(169)
四、融资成本的差异	(170)
五、财务杠杆	(170)
六、融资政策	(173)
第二节 投行介入型并购的融资模式选择	(174)
一、现金支付的融资模式	(174)
二、非现金支付的融资模式	(181)
三、案例分析	(188)
第六章 投资银行介入型并购的绩效分析	(193)
第一节 投行介入型并购绩效的实证分析	(193)
一、样本的筛选	(193)
二、指标的选取	(194)

三、模型的建立	(195)
四、实证结果	(196)
第二节 投行介入型并购的收益	(206)
一、并购顾问佣金收益	(206)
二、并购融资服务收益	(210)
三、自营并购买卖差价	(211)
四、风险套利收益	(212)
第三节 投行介入型并购的风险	(213)
一、投资银行介入公司并购的风险类型	(213)
二、投资银行介入上市公司并购收益与风险的综合 分析	(220)
第七章 投资银行介入上市公司并购的前景	(223)
第一节 中国投资银行介入上市公司并购的基本分析	(223)
一、中、美投资银行介入上市公司并购的比较	(224)
二、中国投资银行并购业务低水平的宏微观分析 ...	(228)
第二节 推进中国投资银行介入上市公司并购业务 ...	(237)
一、完善投资银行的功能体系	(237)
二、加速国内投资银行的并购重组	(238)
三、构建合理的投资银行市场结构	(239)
四、创新中国投资银行介入上市公司并购业务	(241)
结论及后续研究	(246)
参考文献	(249)
后记	(256)

一、选题的现实意义

本书以“投资银行介入上市公司并购”作为研究主题，试图将投资银行的基本理论运用于上市公司并购的实践。作者基于投资银行是上市公司并购工程师的观点，指出中国上市公司并购市场化程度不高的主要原因是股权分置问题的存在，及以政府为主导的并购导致中国上市公司并购的效率低下，明确提出中国上市公司并购必须以投资银行为主导，进而探索中国投资银行在上市公司并购中的一般作法，以实现资本市场的创新。

之所以选择上市公司并购为研究对象，并以投资银行为介入主体来实施，是基于以下几方面的考虑。

（一）产业结构的调整和产业整合的内在需求是推动上市公司并购的强大动力

西方经济的发展史可以说是一部企业并购的历史。在经历了五次并购浪潮之后，公司并

购依旧风光无限。尤其在世界经济进入新经济时代,信息技术的革命,知识经济的兴起,对传统产业结构的调整与转型提出了迫切的要求。

在全球经济一体化的格局下,产业整合和发展成为全球并购的主题。通过产业整合产生协同效应,实现资源的最优配置,增强产业核心竞争力,成为并购的内在动因。在中国当前的资本市场上,上市公司的并购还有着更为积极的意义。因为历史发展的路径制约,中国现有的上市公司结构并不能充分反映中国经济增长的成果及其变化,不能与国民经济结构及其演变趋势相匹配,上市公司结构不能很好地代表经济增长的结构。在这个背景下,通过资本市场掀起的并购浪潮有助于提升股票市场的有效性和代表性,把中国股市转变为一个能够代表和体现中国经济运行情况的市场,从原来不能体现中国经济强劲增长的市场转变为一个更为灵敏的“经济晴雨表”。

2 哈佛商学院著名教授迈克尔·简森(Michael Jensen)在1992年的美国金融学会(American Finance Association)年会的致辞中,深刻地剖析了并购对产业整合所起的重要作用^①。根据简森的理论,一个行业产生伊始,因技术创新而带来的高额投资回报必然吸引大量的资本投入。大量的资本投入进而促进该产业的迅速发展、逐渐成熟,以至于最终形成过剩的生产能力(excess capacity)。解决行业过剩能力需要有一个企业退出机制,然而企业主动退出一个“微利”行业在现实经济中并不常见,更多的“企业退出”是借外在的并购市场得以实现。

^① Michael C. Jensen. "The Market for Corporate Control." in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell, eds. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London: MacMillan, 1992.

随着中国经济的持续增长,多数行业经历了固定资产的持续高投资增长,部分行业形成了产能过剩的问题,进而带来经营效益的下滑。改变这些行业经营压力的有效途径是行业的并购重组。做大做强优势企业,淘汰落后企业,既可以调整行业产能供大于求的局面,又可以实现提高优势企业经营效益和持续经营能力的作用。如果能充分利用证券市场的资源配置功能,通过并购,可以使一些受到资源约束、产能过剩、需求降低的行业或上市公司被市场淘汰,以整合行业资源,提高上市公司的市场占有率和产业集中度,优化产业组织结构,不断提升上市公司的价值,推动上市公司的持续发展。

根据简森理论和国外企业的并购史,国内较低的产业集中度为产业整合创造了巨大的空间和机遇。据统计,当前中国多数产业的集中度(C4)不足20%,而成熟市场的国家一般超过50%^①。以制造业为例,目前国内制造业的平均产业集中度为17%,远低于美国47%和英国53%,如此大的整合空间和产业结构调整,为行业中的优势企业提供了巨大的机遇。以产能存在过剩态势的钢铁行业为例,2004年钢铁行业前10名企业的产量所占比例为34.6%,而韩国浦项一家公司的产量所占比例就达到65%,日本前5家企业所占比例为75%^②。市场竞争的必然结果是一大批企业必将被淘汰,而并购则是促使这一淘汰过程能够迅速进行的最有效工具。近年来,中国的冰箱、彩电、空调、啤

① 市场集中度是指某一特定市场中少数几个最大企业所占的销售份额。衡量一个市场集中度的高低有两种方法,一是绝对法,二是相对法。本书此处采用绝对法。C4说明四家企业的集中率。按照“贝恩分类法”,如果 $C4 < 30\%$ 或 $C8 < 40\%$,则该行业为竞争型;若 $C4 \geq 30\%$ 或 $C8 \geq 40\%$,则该行业为寡头垄断型。

② 中央财经大学金融学院肖涛、刘胜非:《全流通时代的并购浪潮》,《中国证券期货》,2006年6月27日。

酒、水泥等诸多行业都经历了激烈的产业整合和竞争格局的重新分配,在未来相当长的时期内,这种整合还会继续。钢铁、电解铝、汽车、焦炭等行业都将或正在面临行业的重新整合,而并购将在这一过程中扮演主推动器的作用。

截至2008年年底,中国上市公司数为1625家,总市值为12万亿元,流通市值4.5万亿元(见表0-1)。由于少数中小上市公司没有能力采用先进技术和设备,难以根据市场需要适时进行技术革新和产品更新换代,因而难以形成像国外大资本、大集团那样的规模效益和规模优势,造成资本产出率低。由于产业结构雷同,国民经济缺乏行业主导和企业龙头,导致不同部门和企业为了各自眼前利益而争项目、争资源、重复建设严重,资本重置和资源浪费惊人,其结果亦必然是资本产出率低下。

表 0-1 2000—2008 年中国上市公司基本概况

日期 (年份)	上市公司 总数	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	流通 A 股 市值 (亿元)	平均市 盈率	平均市 净率
2008	1625	24522.85	121366.44	45213.9	15.1	1.98
2007	1550	23032.28	400864.28	90557.38	72.89	6.89
2006	1424	17066.9	103198.11	25612.67	32.75	3.34
2005	1358	16284.05	33711.08	10919.39	16.95	1.66
2004	1344	15793.42	38590.86	12136.66	27.27	2.02
2003	1244	15257.29	43890.19	13464.79	41.64	2.59
2002	1177	15029.39	39454.66	12891.11	35.64	2.7
2001	1106	14820.66	44277.27	14505.18	76.36	3.46
2000	1031	14477.96	48074.97	17151.32	—	5.15

资料来源: Wind 数据库。

（二）股权分置改革的基本完成引导中国股市进入“新并购时代”

长期以来，在股权难以顺畅流通的情况下，中国的产业结构特别是涉及国有资产布局的产业结构，实际上主要是靠行政手段规划的，这就不可避免地出现产业结构不合理、重复建设、资源配置效率低下等问题。而股权分置问题的解决为大规模并购提供了契机，资本市场可以成为整合产业结构的平台，国有资产管理部门可以确定在不同行业的市场战略，同时整合同一行业在不同公司的股权分布，股份可以流动起来，股份也可以作为并购中的支付工具。

2005年4月，股权分置改革正式启动，标志着中国证券市场基础性制度根本变革的开始。随着各上市公司股改陆续完成，中国证券市场将随之发生深刻变化，2007年后，中国证券市场从股权分置时代逐步进入大流通、大发展、大革新、大扩容的时代。在大力推进市场创新，拓展资本市场的广度和深度的过程中，一个重要的方面就是推动并购市场创新，从存量上不断改善上市公司结构，为上市公司并购重组提供多种市场化的支付手段和创新方式。国家“十一五”规划提出“推动企业并购、重组、联合，支持优势企业做强做大，提高产业集中度”，要求证券市场进一步提高并购重组审核效率，从而更好地发挥证券市场促进资源流动和资源配置优化的基础性功能。

首先，通过实施股权分置改革，股市将进入股份全流通时代，这为并购提供了交易上的便利，包括交易成本的降低和流动性的改善等。启动股改以来，中国上市公司的并购、重组异常活跃。典型的如宝钢收购邯钢股票，刺激G邯钢股价大幅上涨，带动了整个钢铁板块的活跃，甚至促使相关权证的火爆。而一批ST股更是在限期股改的压力下，纷纷进行并购重组，在股市掀起一波波重组股的炒

作热潮。仅 2006 年上半年,上市公司发生并购 369 宗,金额约为 882.64 亿元,并购行业广泛分布在资源类行业(包括钢铁、水泥等)、化工类行业、机械设备业、交通运输业、仓储业等^①。从 2001 年发布并购趋势指数以来,并购趋势指数在 2007 年 12 月份迎来井喷式爆发并一举冲上 6000 点,创造了并购趋势指数创建以来的最高点位。与以往年底单纯以财务性并购重组为主流不同的是,2007 年 12 月的指数新高是基于 2007 年市场整体并购交易的高发、年终财务结算影响以及石化等行业多笔百亿巨额交易等多种因素共同影响下产生的(近年来我国上市公司交易历史成交、并购指数运行趋势、并购交易行业分布及分行业交易成交数分别见图 0-1、图 0-2、图 0-3、图 0-4 所示)。

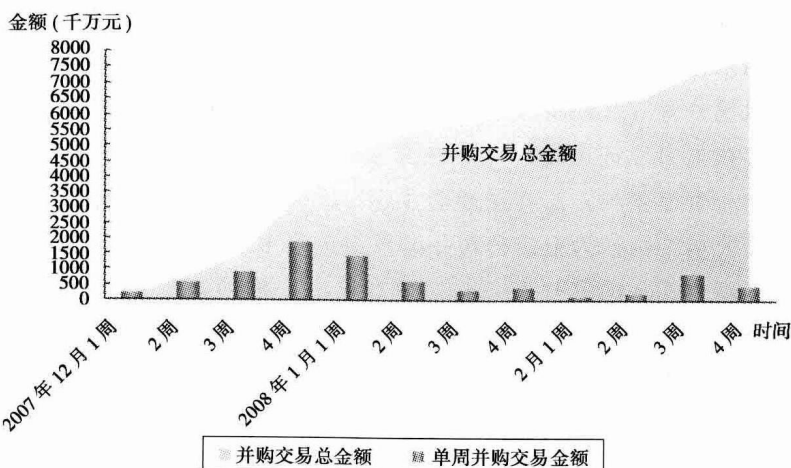


图 0-1 2007 年 12 月—2008 年 2 月中国上市公司并购交易历史成交图

数据来源: <http://www.online-ma.com.cn>。

^① 巴曙松:《全流通时代,中国正开启战略并购之门》,《第一财经日报》,2006 年 8 月 30 日。

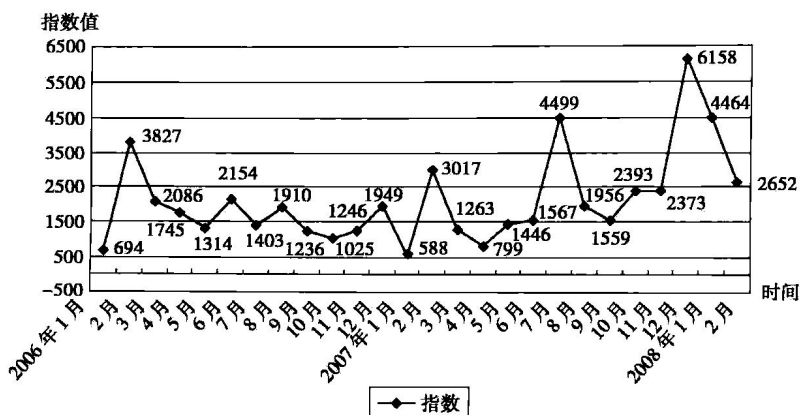


图 0-2 2006—2008 年 2 月上市公司并购趋势指数图

数据来源: <http://www.online-ma.com.cn>。

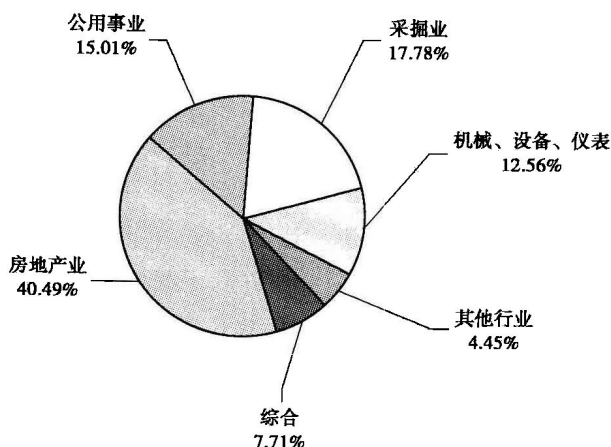


图 0-3 2008 年 2 月上市公司并购交易行业分布图

说明: 该饼图反映不同行业并购交易金额所占比例。

数据来源: <http://www.online-ma.com.cn>。

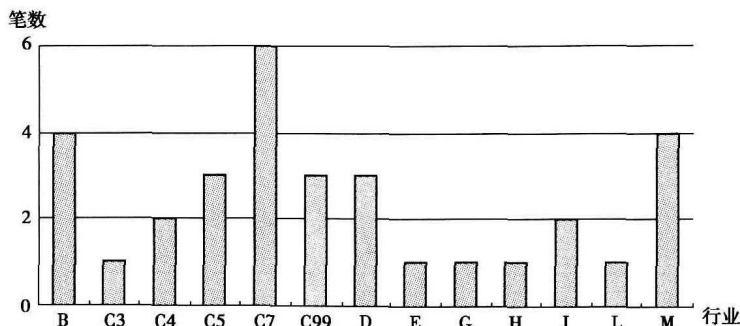


图 0-4 2008 年 2 月上市公司并购分行业交易笔数

说明：行业分类依据证监会公布的上市公司行业分类及行业代码：A 农业，B 采掘业，C0 食品、饮料，C1 纺织、服装、皮毛，C4 石油、化学、塑胶、塑料，C5 电子，C6 金属、非金属，C7 机械、设备、仪表，C8 医药、生物制品，C99 其他制造业，D 公用事业，E 建筑业，F 交通运输、仓储业，G 信息技术业，H 批发和零售贸易，J 房地产业，L 传播与文化产业，M 综合类。

数据来源：<http://www.online-ma.com.cn>。

其次，托宾 Q 值显示市场整体估值已经偏低。美国的第四次并购浪潮主要是因为很多上市公司的内在价值要高于其市场价值，从而激发了市场的并购热潮。2006 年 7 月前中国低迷的股市也为并购提供了丰富的资源。按照 1981 年诺贝尔奖得主、20 世纪最杰出的经济学家之一——詹姆斯·托宾和克雷格·斯万 (Tobin and Swan, 1969) 于 1969 年提出托宾 Q 值理论^①，截至 2006 年年底，中国股市整体的 Q 值为 1.15 左右，在这种情况下

① 托宾 Q 值常用的计算公式为： $Tobin\ Q = (MVE + PS + DEBT) / TA$ ，其中， MVE 是公司的流通股市值， PS 为优先股的价值， $DEBT$ 是公司的负债净值， TA 是公司的总资产账面值。而在中国上市公司中 PS 则表现为非流通股的价值，在计算过程中该部分主要以公司净资产表示。

下，上市公司的并购价值得到体现^①（中国上市公司托宾 Q 值变化见图 0-5 所示）。从 Q 值分布看， Q 值低于 1.15 的上市公司数量达到 159 家，占到总数的 12%， Q 值低于 1.5 的公司总数达到 691 家，占到总数的 52%。这些指标说明当时市场存在丰富的并购资源。

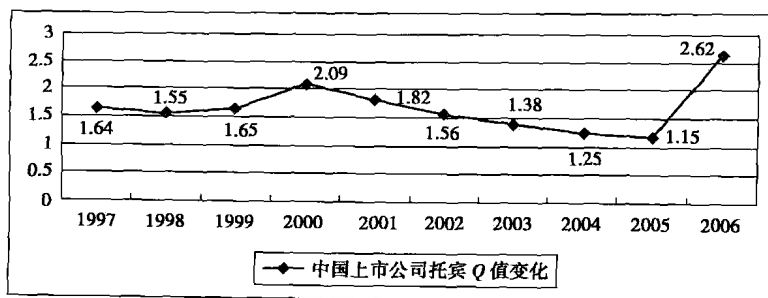


图 0-5 中国上市公司的托宾 Q 值变化

资料来源：根据天相投资顾问公司数据库的有关数据整理而成。

最后，支付手段革命推动大额并购活动的进行。按照并购的融资方式和支付方式划分，企业并购大致可分为五种类型：现金收购，杠杆收购，股票收购，卖方融资收购以及综合证券收购。其中，杠杆收购中包含管理层收购（MBO）的特殊形式。在中国除上述方式外，还存在三种特殊的支付方式：承担债务方式、资产置换方式和国家无偿划拨方式。在股权分置时期，上市公司在收购其看中的资产或公司时，约 80% 的收购对价支付方式是现金，其他一些方式包括承担债务、资产置换股权等。而上市公司获得现金的途径主要是增发、配股或银行贷款、发行可转债。

^① James Tobin & Craig Swan. "Money and Permanent Income: Some Empirical Tests." *American Economic Review*, 1969, 59 (2): 285-295.

不管采用哪种方式，上市公司辛辛苦苦融来的宝贵资金往往就一次性地全部用于收购一个公司，而使公司再次陷入资金紧张局面。在中国目前的资本市场，上市公司一次增发、配股或可转债和下一次增发、配股或可转债之间的间隔时间至少在 2 年以上，这使上市公司获得权益性资本的节奏太慢，而考虑到企业财务安全性，债务性融资通常都有一定的规模限制，不能任意扩张。上述做法产生的一个严重后果就是中国的上市公司无法像海外发达资本市场的上市公司那样，通过发行股票进行收购而迅猛扩张。国际市场上动辄数百亿美元的并购，实际上并不需要并购公司拿出太多资金，多数是通过发行新股、换股等方式实现的。并购方可以通过发行股票、债券的方式融资，也可以借助衍生产品来推动并购重组活动，为并购重组提供资金支持。企业家在并购重组时也可以借助多种工具来降低并购成本。

中国在股权分置改革完成后，上市公司的股价完全取决于市场，在进行并购时可以用本公司的股票进行支付，而不用筹集收购所需的巨额资金，这种支付方式的变革将极大地推进上市公司并购的发生。也正是基于这种认识，可以断言，国内资本市场将进入大规模并购时期。

（三）新《证券法》、新《上市公司收购管理办法》的实施为上市公司并购提供了坚实的制度保障

2006 年以前，中国对上市公司收购实行全面要约制度，收购成本相对较高，在一定程度上制约了收购市场的发展。新《证券法》规定并购在全面要约之外，允许收购人采用部分要约的方式对上市公司进行收购，为收购人提供了一个更为灵活和成本相对可控的选择。收购人可以根据其需要和市场情况，在收购数量上自行设定收购目标，而不必强制接受被收购公司的所有股